

De Belgische financiële markten en internationale concurrentie

door P. SERCU*

I. INLEIDING

Gresham parafraserend kunnen we stellen dat "Good markets drive out bad markets". Heeft de Brusselse beurs nog een toekomst naast het zoveel grotere Londen of het opbloeiende Parijs? In dit deelrapport wordt nagegaan op welke gebieden de huidige markt, qua instrumenten en qua organisatie, verschilt van op het eerste zicht meer succesvolle markten.

Vooraleer we dit onderwerp aanvatten, bekijken we eerst de drie kontrakten die traditioneel de basis van elke financiële markt uitmaken: kontantverrichtingen, termijntransakties en opties. Op dit gebied is het verschil met buitenlandse beurzen minder fundamenteel. De aandacht gaat hier dan ook vooral naar de *funkties* die deze markten vervullen: wat zijn de voordelen, en wat zijn de gevaren. Daarna behandelen we de *organisatorische aspecten* van de markten; in die afdeling confronteren we de bestaande Belgische marktorganisatie met alternatieve vormen die in het buitenland opgang maken.

II. DE BASISKONTRAKTEN: FUNKTIES

A. *Kontantverrichtingen*

Kontantverrichtingen vormden traditioneel de kern van elke financiële markt, in de zin dat termijn- en optieverrichtingen "afgeleide" instrumenten zijn, geprijsd op basis van de "onderliggende" kontantkoers. De doordeweekse kontantverrichting op de *sekundaire* markt

* Departement Toegepaste Economie, K.U.Leuven.

voor aandelen of obligaties heeft te maken met het alledaags financieel beheer ; transakties zijn gebaseerd op nieuwe informatie, of worden geïnspireerd door kasbehoeften of -overschotten. Dit reallokatiemechanisme werkt best indien de markten liquide en efficiënt werken. Met liquiditeit bedoelen we de mogelijkheid om een positie snel te kunnen wijzigen zonder al te sterke druk op de prijs. Efficiëntie slaat in de eerste plaats op operationele efficiëntie (eenvoud van afwikkeling, lage werkingskosten), die dan op zijn beurt kan leiden tot informationele efficiëntie (prijzen weerspiegelen snel en onvertekend alle beschikbare informatie, en zijn dus betrouwbaar).

Een efficiënte beurs heeft ook zijn implicaties voor de *primaire* markt. Indien de aandelenprijzen korrekt zijn, moeten emissies niet uitgesteld of vervroegd worden in functie van “ondergewaardeerde” of “overgewaardeerde” koersen ; en bestaande prijzen kunnen als vergelijkingsbasis gebruikt worden voor de waardering van nieuwe of niet-genoteerde aandelen van vergelijkbare bedrijven. Een efficiënte obligatiemarkt geeft analoog korrekte signalen voor een nieuwe emissie, of biedt een goede richtlijn voor private kontrakten.

De kontantmarkt biedt dus (her)beleggingsmogelijkheden voor individuen en vormt een financieringsbron voor bedrijven en overheid. Een derde, en recent aan belang winnende functie is echter de *disciplinerende en motiverende functie van de aandelenbeurs* voor bedrijven met scheiding van beheer en eigendom. Managers verkiezen hoge koersen boven lage koersen, niet alleen “in se”, maar ook omwille van hun eigen financieel belang (bv. executive options). Bovendien leidt een ondermaats beheer tot lage koersen, en dus de dreiging tot een publiek bod ; aangezien de managers de grote verliezers zijn bij een geslaagd bod, is het in hun eigen belang om ondermaatse prestaties te vermijden.

België heeft, met de traditionele vertraging tegenover de Angelsaksische landen, ervaren dat een vijandelijk openbaar bod (OB) niet ondenkbaar is. Het valt te verwachten dat dergelijke OB's in de toekomst méér zullen voorkomen, en managers verdedigen zich dan ook anticipatief door het inbouwen van allerlei afweringsmechanismen. Hoe moeten we daar tegenover staan ?

Het makro-voordeel van een vlotte overname-markt ligt in de efficiënte allokatie en aanwending van schaarse middelen. Dit slaat niet alleen op het bereiken van synergieën, maar ook en misschien zelfs vooral op de mogelijkheid om een ingedommeld management te wippen. Op mikro-vlak geeft het de bestaande aandeelhouders de moge-

lijkheid tot deelname in de gediskonteerde reorganisatie-winsten, of omgekeerd het rekupereren van gederfde winsten wegens ondermaatse prestaties. Volgens sommigen zouden de koerswinsten in de grootte-orde van 30% liggen.

Bezwaren rijzen eerst en vooral van de kant van het management. Zij benadrukken echter uiteraard niet zozeer hun eigenbelang, maar zoeken koalities met andere betrokken groepen. Het beschermen van de tewerkstelling is een voor de hand liggend – zij het kortzichtig – argument. Een vaak gehoorde opwerping is ook de bezorgdheid om de nationale soevereiniteit. Het is echter de vraag waarom op lange termijn België op méér economische soevereiniteit aanspraak zou kunnen maken dan bijvoorbeeld Vermont of Idaho, tenzij die onafhankelijkheid zou gebaseerd zijn op het dynamisme van de bestaande ondernemingen; en een dergelijke levenskracht is niet gebaat bij een perfect verschanst dinosaurusmanagement.

Een ander bezwaar is dat bedrijven beter in reële activa zouden investeren: een OB “brengt niets bij”. Maar het aan de aandeelhouders uitbetaalde geld blijft grotendeels in het financiële circuit en moet dus vroeg of laat een produktieve bestemming krijgen. En indien men bezwaar heeft tegen het feit dat een deel van de uitgekeerde liquiditeiten naar konsumptie gaat, wat is dan overigens het nut van een gestegen vermogen? Ook is het niet duidelijk of het bouwen van een nieuwe fabriek, die dan een bestaande eenheid weg-konkurreert, zoveel rationeler zou zijn als het overnemen van die bestaande eenheid. Tenslotte is, volgens Jensen's Free Cash Flow (1986) theorie, elke transactie die liquiditeiten aan de beleggers uitkeert een waarborg voor financiële discipline in het bedrijfsleven. Niets houdt het management zo alert als de afwezigheid van bergen cash of de aanwezigheid van hopen schulden.

Een geldiger bezwaar is dat het herhaaldelijk door-verkopen van een bedrijf nauwelijks bevorderlijk werkt voor de motivatie van het personeel. Nochtans is een herhaalde verkoop de uitzondering eerder dan de regel, en een buy-out kan hierbij een oplossing vormen zoals bij Telindus werd geïllustreerd. Een probleem bij buy-outs in België is echter de financiering: bij gebrek aan junk bonds bieden venture capitalisten de enige uitweg.

Men werpt tenslotte ook op dat de financiële tussenpersonen en raiders schandalige winsten puren uit OB's. Prof. Jensen berekende echter dat in de VS de commissies voor de adviseurs slechts 1% van de totale waardeestijging vertegenwoordigen, hetgeen geen overmatige

prijs lijkt. De winst van de raider wordt anderzijds gedeeld met de oude aandeelhouders; de wedervraag is dus of men helemaal géén winst verkiest boven een gedeelde winst. Ernstiger is het verwante bezwaar dat de raider alleen "green-mail"-winsten op het oog zou hebben eerder dan een reorganisatie van het bedrijf. Dit probleem moet opgevangen worden door het respekteren van het principe van gelijk-begunstiging van alle aandeelhouders, hetgeen in België een aanvaard principe is. Verder is in België het weder-inkopen van aandelen vrij moeilijk en fiscaal duur, zodat het greenmail-probleem hier vooralsnog louter theoretisch blijft.

Kortom, in het belang van zowel aandeelhouders en klanten als (op lange termijn) werknemers, moet het wettelijk of statutair aan banden leggen van vijandelijke OB's met de grootste voorzichtigheid beoordeeld worden.

B. De termijnverrichtingen

1. Aan termijnkontrakten verwante verrichtingen.

Termijnverrichtingen kennen we vooral op de wisselmarkt en op enkele kontinentale aandelenmarkten. Nieuwe toepassingen zijn de Forward Rate Agreement (FRA), de Forward Forward (FF) en de lange-termijn valutaswaps. Bij een FRA wordt nu een rentevoet vastgelegd voor een deposito, dat theoretisch binnen X maand zou geplaatst worden voor een looptijd van Y maand. Een FRA is dus vergelijkbaar met een uitgestelde aankoop, op termijnvervaldag X maand, van een depositocertificaat met huidige looptijd X + Y maand. Het deposito moet hier écht geplaatst worden: indien binnen X maand de Y-maandelijke rente hoger (lager) ligt dan de afgesproken rente, dan ontvangt (betaalt) de theoretische depositaris het gediskonteerde verschil tussen beide rentebedragen. Uitgedrukt in termen van goederenkontrakten: dit is een vorm van "cash settlement" eerder dan "fysische levering". De FF is analoog een aankoop, op termijn X, van een valuta-termijnkontraat met gekende koers en looptijd X + Y. Op ogenblik X ontvangt (betaalt) men het gediskonteerde verschil tussen de oorspronkelijk vastgelegde koers en de dan geldende marktkoers voor de resterende looptijd Y.

Valuta-termijnkontrakten zijn, zoals bekend, equivalent met kontrakten om korte-termijn zero-coupon obligaties in verschillende munten om te wisselen op hun gemeenschappelijke vervaldag. Lange-termijn valutaswaps zijn analoog akkoorden om klassieke leningen —

met tussentijdse coupons en meestal ook tussentijdse aflossingen – om te wisselen. Interest Swaps wisselen analoog floating-rate en fixed-rate leningen om, en zijn een lange-termijn versie van een FRA.

Een andere vorm van termijnverrichtingen, het futures-kontrakt, verschilt vooral van een klassieke termijntransactie in zijn marktorganisatorische aspecten. Het wordt besproken in het tweede deel van deze bijdrage.

2. Zin en onzin

De bedoeling van een klassiek valuta-kontrakt kan zowel *indekking* zijn, als zuivere *spekulatie*. Naast valutarisico's richten de nieuwe instrumenten zich in het buitenland nu meer en meer ook op interest-onzekerheid. Voor aandelen vervullen termijnkontrakten uiteraard analoge functies; daarnaast spelen ook transactiekosten-overwegingen mee. Swaps zijn nuttig als een lange-termijn variant van valuta- of interest-termijnaffaires, maar zijn ook – en misschien zelfs vooral – op *kosten-overwegingen* gebaseerd. Inderdaad, bedrijven en instellingen hebben qua informatiekosten tegenover hun leningverstrekkers een komparatief voordeel in bepaalde deelmarkten; voor een bedrijf vaak de nationale markt, of de huisbank. Door swaps kan men ook buiten dit “eigen” segment gaan lenen zonder de komparatieve voordelen te verliezen: het bedrijf wisselt in feite de eigen voordelen in de thuismarkt met de tegenpartij's voordelen in diens thuismarkt. Swaps zijn in de bankwereld reeds erg populair, maar voor werkelijk kleine bedrijven is deze markt weinig toegankelijk.

Het potentieel spekulatief gebruik van die instrumenten is niet noodzakelijk een negatief punt. Ze bieden zoals de klassieke termijnkontrakten de mogelijkheid om een divergerende opinie over prijzen tot uitdrukking te laten komen ook als men geen kontantpositie inneemt of kan innemen. Zo kan men, als men een prijs te hoog vindt, op termijn verkopen; kontant verkopen zou alleen kunnen als men het actief bezit. Termijnkontrakten bieden dus analoge mogelijkheden als het bij ons onbekende “short” verkopen een aandeel ontlenen bij een financiële tussenpersoon, en vervolgens verkopen; in België alleen toegepast bij prolongatie van termijntransacties. Door meer partijen tot de markt toe te laten kan in principe de prijsvorming efficiënter worden en dit via stabiliserende speculatie. Zo bleek in de US de kontantprijs voor uien minder te schommelen tijdens de periodes waarin futures op uien toegelaten waren, hetgeen stabiliserende eerder dan destabiliserende speculatie suggereert.

Uiteraard zijn deze aspecten van toegenomen flexibiliteit en actieve speculatie alleen nuttig als de instrumenten goed begrepen en beheerd worden en als er voldoende waarborgen tegen default ingebouwd zijn. Dit laatste aspect komt aan bod in het tweede deel van deze tekst; de meer mikro-ekonomische aspecten van risikobeheer komen terug bij de bespreking van opties, waar ook elementen van termijntransakties in terug te vinden zijn.

C. *Opties*

1. Puts, Calls, en verwante instrumenten.

De klassieke opties op effecten geven de houder het *recht* om op een bepaalde dag (“Europese” optie), of tot op een bepaalde dag (“Amerikaanse” optie) een actief te kopen (call) of te verkopen (put) aan vooraf vastgelegde voorwaarden. In tegenstelling tot termijnaffaires gaat het niet om een onherroepelijke verbintenis, maar om een recht; en dat recht zal logischerwijze alleen uitgeoefend worden indien de houder er voordeel bij haalt. Zeer on-akademisch gezegd verwerft de houder van een call (put) de “aangename” kant van een aankoop (-verkoop) op termijn; de verkoper of schrijver van de optie blijft dan ook met een “onaangename” helft zitten en eist precies daarom een verzekeringspremie vanwege de koper. Omgekeerd kan men met kopen en verkopen van Europese puts en calls een “synthetisch” termijnkontraakt wedersamenstellen. Analooq kan met het onderliggend actief, een geldmarktpositie en een positie in een call een synthetische put kreëren, enzovoort. Dergelijke strategieën kunnen gemotiveerd zijn door arbitrage-winsten, of ook door het ontbreken van een van de instrumenten voor een bepaalde markt en/of looptijd.

Opties zijn eeuwenoud. Archimedes verdiende een fortuin door een optie te nemen op alle oliepersen van Pergamum, nadat hij geruchten had opgevangen over een rekord-oogst. En iedereen kent het nemen van een optie op een huis. Puts en calls op aandelen bestonden reeds onder de variant van “premie-affaires” op de Brusselse termijnmarkt. Bij obligaties kennen we sinds jaar en dag de combinatie van lening met calls en/of puts, of met warrants (d.i. langlopende calls) of conversieoptie. Het onderschrijven van een emissie betekent het verkopen van een put aan de emittent. Een openbaar bod op aandelen is eveneens het uitschrijven van een put (verkooprecht) aan de huidige aandeelhouders.

Nieuw zijn i) de organisatie van optiemarkten naar het patroon van de bestaande futures-markten (zie deel twee), ii) de toepassing van opties op goederen, marktindices, valuta, deposito's (caps en floors op interestvoeten), en op spreads op Euro-Commercial Paper (RUF's en NIF's), en iii) de verkoop van combinaties van opties zoals de cylinderoptie (bv. de G-hedge). Berucht, sinds 19 oktober 1987, is de "portfolio insurance" die in feite via posities in de geldmarkt en in index-futures een zgn. synthetische put wil creëren, en die, zoals The Economist het kernachtig samenvat, neerkomt op een gesofistikeerde stop-loss strategie op de termijnmarkt.

2. Zin en onzin

Opties zijn nuttig omwille van de ruimere mogelijkheden en grotere flexibiliteit die zij bieden als indekkings- of spekulatietechniek. Een effect of een valuta kontant of op termijn (ver)kopen betekent dat men de gehele onzekerheid afstaat of op zich neemt. Het zijn alles-of-niets operaties. Bij opties daarentegen wordt een welbepaald segment van de verdelingsfunctie verhandeld, zoals het risico op rentevoeten boven of beneden $X\%$, het risico van wisselkoersen tussen BEF Y1 en Y2, enz. Het alomgekend (her)verzekeringsprincipe, waarbij men de schade boven of onder bepaalde limieten aan anderen doorgeeft, wordt dus op nieuwe gebieden toegepast. Opties maken de markt meer "kompleet". En het nut van het verzekeringsprincipe neemt toe met de sinds 1973 sprongsgewijs gestegen onzekerheid over wisselkoersen, interestvoeten, enz. Met combinaties van opties kan men, in tegenstelling tot termijnkontrakten, ook niet-lineaire risico's indekken via een stuksgewijs-lineaire benadering.

Opties delen met termijntransakties hun ge-hefboomd karakter. Vandaar dat deze instrumenten bijzondere problemen van beheer en controle creëren:

- *risikobeheer*. Binnen het bedrijf stelt zich de vraag van het beheer van de nieuwe instrumenten. Er is een behoorlijke achtergrond, en gesofistikeerde software, nodig om het totaalzicht op de gehele portefeuille te behouden. Heel wat beleggers daarentegen lijken opties e.d. geïsoleerd te analyseren, of termijnrisiko munt per munt te behandelen of in isolatie van hun andere activa. Een voorbeeld: als men puts op Philips schrijft, dient men er zich van bewust te zijn dat daar een termijn aankoop-element in steekt. Hou dus daarnaast geen grote positie aan in Philips-aandelen of

in sterk met Philips gekorreleerde effecten zoals andere Nederlandse multinationals.

- *controle*. Binnen het bedrijf stelt zich analoog het probleem van controle op de financiële ploeg, gezien de toegenomen ondoorzichtigheid. Het gevaar zit er in dat de financiële frontoffice posities inneemt die door de bedrijfsleiding niet welbegrepen worden. De “off-balance-sheet” technieken lijken verder, omwille van de uitgestelde afwikkeling, meer mogelijkheden tot niet-toegelaten posities en zelfs tot fraude te creëren.
- *rapportering en prudentieel toezicht*. De gehele problematiek van de orderekeningen is in diverse landen aan de orde. Aangezien FRA’s, futures, opties, e.d. in essentie combinaties van activa en passiva zijn, lijkt het niet logisch deze impliciete activa en passiva buiten de balans te houden. En toch gaat het ook niet om activa en passiva die een eigen leven leiden : niet-betaling op de ene helft der transactie wordt grotendeels opgevangen door het opschorten van de tegenoverliggende verplichting.
Minimaal zou men kunnen stellen dat de boekingen regelmatig aan hun marktwaarde moeten aangepast worden (marking to market). Maar dan rijst de vraag hoe deze impliciete posities moeten gewaardeerd worden, en welke kapitaals-coëfficiënten er bij welke posities thuishoren. Dit laatste is vooral voor de financiële bedrijven zelf relevant.
- *controle op computer trading*. Computers werden medeschuldig bevonden aan de crash en stemmen gaan op om dit in zekere mate aan banden te leggen. Toch is het niet zozeer de arbitrage tussen de diverse deelmarkten die problemen creëert, dan wel het massaal gebruik van dezelfde stop-loss “Portfolio Insurance”-techniek bij de institutionele beleggers.

Heel wat “innovatieve” instrumenten zijn dus varianten op klassieke technieken. We hebben ze ondergebracht in bekende categorieën (kontantverrichtingen, termijnkontrakten, en opties) en enkele voor- en nadelen belicht. Nu richten we de schijnwerpers op de manier waarop deze basis-instrumenten in Brussel verhandeld worden ; we bespreken vooral de zwakke punten van de huidige organisatievorm, punten die de aandacht moeten krijgen indien Brussel ook na 1992 iets meer wil betekenen dan een regionale markt voor lokale tweederangsaandelen.

III. ORGANISATORISCHE PROBLEMEN VAN DE BELGISCHE MARKTEN.

A. *De prijsvorming en de rol der wisselagenten.*

De Napoleontische beurzen, met als belangrijk ingrediënt hun periodisch-werkende fixing en de daaropvolgende handel op de vloer, zijn niet erg geschikt voor de verhandeling van nieuwe instrumenten. "Afg geleide" effecten, zoals futures en opties, kunnen alleen korrekt geprijsd en ingedekt worden als een gekende koers voor de onderliggende aandelen of obligaties beschikbaar is. Dit vereist dus een systeem van markthouders die permanent aan- en verkoopkoersen afficheren, bindend binnen zekere grenzen op de grootte der orders. Ook de kleine belegger, voor wie de fixing bescherming wil bieden, zou meer doorzichtigheid en liquiditeit vinden bij bindende prijzen: met ons huidig openingsmechanisme weet hij immers niet eens of een order zal uitgevoerd worden, en nog veel minder aan welke koers het zal uitgevoerd worden. Bovendien is binnenbeurs de handel slechts enkele uren per dag mogelijk.

Een systeem van bid/ask prijzen bestaat in België enigermate voor de markt buiten beurs; en het invoeren van Computer Aided Trading System (CATS), waarbij gelimiteerde aan- en verkooporders en bid/ask prijzen permanent geafficheerd staan, zal de situatie verder verbeteren. Toch blijft de situatie halfslachtig en onbevredigend: de officieuze markthouders hebben geen verplichting tot het handhaven van een markt, er is geen informatie over de transakties en de officiële koerslijst wordt minder en minder representatief naarmate de markt buiten beurs groeit; en tenslotte is de parallelle markt vrijwel niet gereguleerd.

Een partiële oplossing is een meldingsplicht voor transakties buiten beurs (Nederland); de fundamentele oplossing is het versmelten van beide markten, met institutionalisering en reglementering van het systeem van markthouders. Het dagelijks openingsmechanisme kan eventueel behouden blijven, ten behoeve van beleggers die de onzekerheid over de uitvoering der orders verkiezen boven het betalen van de bid/ask spread. Vooral voor aandelen met geringe omzetten en/of grote volatiliteit durven deze marges inderdaad wel eens oplopen.

In verband met reglementering kan vermeld worden dat de *kapitalisatievereisten* voor wisselagenten op dit ogenblik quasi onbestaanbaar zijn, hetgeen niet verzoenbaar is met een grotere verantwoordelijkheid in het prijsvormingsproces. Bijna automatisch volgt op dit pro-

bleem de vraag of banken en andere financiële instellingen niet direkt of indirekt (als aandeelhouder) tot het beroep moeten toegelaten worden. Verder staat het *toezicht* op de effectenhandel vrijwel nergens : de beurscommissie speelt eigenlijk rechter in eigen huis, zoals ook de Orde van Geneesheren of van Advokaten dat doen in hun sektor ; het uitbouwen van een controlestelsel wordt de facto overgelaten aan de Kompensatiekas der Wisselagenten ; en de bevoegdheid wordt verder gedeeld met de Bankcommissie, het Ministerie van Financiën en het Rentenfonds als markthouder voor de overheidsobligaties.

B. Automatisatie van notering en afwikkeling.

De noteringen, met krijt op een bord zijn niet geheel van middeleeuwse konnotaties ontbloot. De elektronisch doorgestuurde informatie komt met een te grote vertraging, of komt helemaal niet op hektische dagen zoals in de dagen na de crash.

In tegenstelling tot het Londense SEAQ-systeem zal CATS de afwikkeling der orders niet verzorgen. Bij de afwikkeling van de orders via CIK zijn de problemen gekend : in tegenstelling tot bv. Cedel en Euroclear moet een order bij CIK niet door de tegenpartij bevestigd worden, zodat er na de crash een kleine 100 mln aandelen “verloren” waren. De fysische afhandeling, bij de wisselagenten, der leveringen van titels aan toonder zijn bijzonder onhandig : het herhaaldelijk controleren en overschrijven van de nummers der effecten bv. is vrijwel onhoudbaar op dagen met grote omzet, en leidt dus tot nodeloze achterstanden. Verder signaleert men problemen bij de bestaande praktijk van mondelinge orders : dit geeft uiteraard aanleiding tot betwistingen.

Het oplossen van deze problemen zou erg vereenvoudigd worden door het overschakelen naar aandelen op naam, zoals in de Angelsaksische landen en nu ook in Amsterdam en Parijs. Voor belastingschuwe Belgen lijkt dit enigszins op weerstanden te stoten. Toch betekent de-materialisatie der effecten niet noodzakelijk het opgeven van fiscale anonimiteit (denk bv. aan bank-deposito's). Merken we overigens op dat één der EG-Commissie-voorstellen om de potentiële post-1992 groei van de belastingsontduiking tegen te gaan erin bestaat het bankgeheim op uitbetaling van dividenden en interesten om te zetten in een meldingsplicht (deze bestaat reeds in een aantal EG-landen, zoals Denemarken en Frankrijk ; het recente Nederlandse voorstel in die zin zorgde voor heel wat opschudding). Indien het ooit tot een ver-

algemeende meldingsplicht komt, heeft het vasthouden aan aandelen aan toonder niet zoveel zin meer.

Het rationaliseren en automatiseren van de afwikkeling zou overigens best voorafgaan aan het omvormen van de markt-organisatie : de Londense en Parijse ervaring met het invoeren van een continue markt met markthouders en negocieerbare kommissies was een explosie in de omzetten.

C. De transaktiekosten.

De Belgische beurs valt internationaal op door haar vaste gekarteliseerde kommissies (ook voor grote orders, die dus logischerwijs buiten de beurs gaan), de dure kommissies op opties (eens bij het schrijven én dan nog eens bij het lichten) en op prolongatie van de te kortlopende termijnkontrakten. Het afschaffen van de beurstaks, en het negocieerbaar of althans degressiever maken van de kommissies is de voor de hand liggende oplossing.

D. Specifieke problemen voor de termijn- en optiemarkt.

De in Brussel bestaande termijn- en optiekontrakten hebben een reeks inherente problemen :

- *het principe van fysische levering.* De huidige termijnmarkt is nog steeds gebaseerd op het principe van koop met uitgestelde betaling : “cash settlement” van het verschil tussen termijn- en kontantprijs is niet mogelijk. Wettelijk gezien zou cash settlement een (verboden) gokspel zijn eerder dan een uitgestelde aan- of verkoop ; een steekhoudender argument is dat, voor een “dunne” markt als de onze, de kontantkoers op de vervaldag al te gemakkelijk gemanipuleerd kan worden. Het manipulatie-probleem stelt zich echter niet voor een termijn- of futureskontraakt op de beursindex als geheel. En precies daar zou de wetgeving op de gokspelen moeten gewijzigd worden, want precies dit kontraakt blijkt in andere landen het meest succesvolle te zijn. Zonder index-futures en zonder cash settlement zijn er ook vrijwel geen opties op de index mogelijk, wat weer het meest succesvolle type opties van de Brusselse markt weghoudt.
- *afwezigheid van een sekundaire markt.* Een transactie op termijn kan alleen ongedaan gemaakt worden door een tweede – en juridisch gescheiden – omgekeerde transactie. Er is dus geen sekundaire markt voor het oorspronkelijke kontraakt zelf. Eén reden

daarvoor is het gebrek aan standaardisatie : elke transactie heeft een eigen specifieke omvang ; en bij valuta-transacties heeft men de bijkomende komplikatie dat elk kontrakt ook een eigen vervaldag heeft, die niet meer de standaard-vervaldag is enkele dagen later. Ten tweede rijst dan het probleem van de verantwoordelijkheid voor wanbetaling indien een oorspronkelijk kontrakt als dusdanig zou doorverkocht worden aan een partij met lagere kredietwaardigheid. De enige uitweg is dus inderdaad een tweede, omgekeerd kontrakt. Bij de huidige organisatie in Brussel betekent dit een zinloze dubbele levering en afwikkeling ; het kreëert ook een dubbel risico van wanbetaling. Beide problemen kunnen opgelost worden door het kreëren van een Clearing Corporation of Clearing House.

- *afwezigheid van een Clearing House.* Dit betekent dat in Brussel een termijnverkoop (zoals ook het schrijven van een optie), niet opgeheven wordt door een latere termijnaankoop (of het later kopen van dezelfde optie). Die eerste en de tweede transactie zijn immers twee onafhankelijke kontrakten. Niet-clearen kreëert zoals gezegd een probleem van zinloze dubbele levering en betaling bij de afwikkeling. Voor de wisselagent of bank die het order doorgaf blijft ten tweede ook de verantwoordelijkheid bestaan voor élk apart kontrakt in geval van wanbetaling. Analooq zal bank A, die bv. \$ op termijn aankoopt bij klant B en deze dan later op termijn verkoopt aan tegenpartij C, het “reverse risk” dragen zodra B of C in gebreke blijft. Bij een markt met een Clearing Corporation (CC) daarentegen wordt een verkoop van A aan B uitgevoerd als een verkoop van A aan de CC, én een verkoop van de CC aan B. A moet dan alleen het (minieme) risico van wanbetaling bij de CC dragen. En als A dan later (via CC) verkoopt aan C, zal de CC effectief de eerste aankoop en de tweede verkoop clearen ; A heeft dan effectief alle risico’s ontheven. Juridisch is voor A de tweede transactie immers geen tweede kontrakt, meer het verkopen van het eerste kontrakt. De afwezigheid van clearing was bijvoorbeeld een essentieel element in de ondergang van de Londense tinmarkt : de veertien brokers hadden een tot dusver onontwarbaar kluwen van niet-geclearde wederzijdse verbintenissen, een situatie waarbij alleen advokaten baat vinden.
- *korte looptijden, dure prolongatie.* De Belgische wisselagent draagt het risico dat de (ver)koper naar Spanje verdwijnt indien de termijntransactie tegenvalt. Dit risico wordt door twee tech-

nieken beperkt. Enerzijds wordt een initiële waarborg gevraagd (bv. door deponeren van effecten), tenzij de klant voldoende bekend is ; na sterke koersschommelingen kan de wisselagent bovendien vragen die waarborg te verhogen, hetgeen echter zelden gebeurt. Ten tweede wordt de looptijd van een kontrakt zeer kort gehouden (quinzaines van in principe twee weken), hetgeen uiteraard ook de risico's beperkt. Het nadeel van korte looptijden kan dan opgevangen worden door prolongatie ; dit betekent in essentie het afwikkelen van het eerste kontrakt en het aangaan van een tweede termijnverrichting (mét aanpassing van de waarborg). Prolongatie brengt echter bijkomende kosten met zich mee.

Een alternatief voor de huidige organisatie is het futures-kontrakt. Hierbij is er een *dagelijkse* aanpassing van de waarborg (marking to market), zowel in opwaartse als neerwaartse zin. Technisch gezien is een futures kontrakt iets tussenin een lange-termijn kontrakt en een openvolging van korte kontrakten van beursdag tot beursdag (met automatische en kosteloze prolongatie). Op die manier verzoent het futureskontrakt lange looptijden met de solvabiliteitsvereiste. Twee andere ingrediënten van futures-beurzen zijn het bestaan van een *Clearing Corporation* en de *standaardisatie* van de kontrakten. Alle kontrakten zijn qua omvang veelvoud van één basiskontrakt. Er zijn vier tot acht vervaldagen per jaar (ipv. 24 in Brussel); terwijl in Brussel alleen kontrakten voor de meest nabijgelegen vervaldag wordt afgesloten, worden elders daarnaast ook twee à zes langere kontrakten verhandeld. Het langstlopende verhandelde kontrakt gaat dus tot negen à elf maanden. De standaardisatie, gekombineerd met het oplossen van het wanbetalingsprobleem, zijn een sine qua non voor de liquiditeit en diepte van de sekundaire markt voor termijnkontrakten. Liquiditeit bevordert op zijn beurt lage bid/ask marges. De valuta-futuresmarkten zijn op dit gebied efficiënter dan de termijnmarkten en wel zelfs in dié mate, dat er tijdens de openingsuren een merkbare neerwaartse druk op de termijn-marges waargenomen is. Het nadeel van futures-kontrakten is echter precies die standaardisatie. Valuta-futures zijn minder flexibel qua omvang en vervaldagen dan een op maat gesneden termijnkontrakt, vandaar dat beide marktvormen vredig naast elkaar blijven voortbestaan. Voor aandelen zitten we in Brussel echter reeds met vaste vervaldagen en bestaan ook nu al minimumhoeveelheden. Verder is op de aandelenmarkt het op maat snijden van een kontrakt, qua omvang en vervaldag, vaak minder belangrijk dan bij valuta-kontrakten, die immers vaak als dekkingsmiddel

voor heel konkrete commerciële posities gevraagd worden. Vandaar dat het wellicht te overwegen zou zijn om in de aandelen-termijnmarkt sommige futures-elementen op te nemen. Het is alleszins opmerkelijk dat de termijnkontrakten op overheidspapier, sinds kort buitenbeurs aangeboden te Brussel, inderdaad van het futures-type zijn.

Ook de optiebeurzen zijn meestal geschoeid op dezelfde basis: een Clearing House, een stelsel van dagelijkse aanpassingen van de waarborg, en standaardisatie der kontrakten (vervaldag, kontraktgrootte, en uitoefeningsprijzen). De Brusselse optiemarkt is op dat gebied eerder een informele "over the counter" markt dan een heuse beurs.

E. De markt voor overnames

1. Huidige Belgische reglementering

België heeft duidelijk een figuur geslagen tijdens de Generaleperiodes. Het medio '88 bestaande kader kan als volgt samengevat worden:

- aankoop in de open markt is ongereguleerd. Wel lijkt er een consensus te bestaan om een *meldingsplicht* in te voeren zodra een zekere participatiegraad bereikt wordt (10% in het voorstel Eyskens-Maystadt; 5% en elk veelvoud hiervan, in een recenter regeringsvoorstel; 10% in een EG-voorstel). Dit is een niet-kontroversiële maatregel bij de betrokkenen; zelfs de aandeelhouders lijken nauwelijks te protesteren.
- fusie of overname met wederzijdse toestemming is ongereguleerd, op enkele aanbevelingen vanwege de Bankcommissie na qua informatie aan de aandeelhouders.
- momenteel moet minstens twee weken voor het bod de Bankcommissie ingelicht worden en de voorgestelde kondities publiek bekend gemaakt worden. Het prospectus moet alle relevante informatie bevatten over de overnemende vennootschap, de voorwaarden van het bod, en de over te nemen vennootschap, en de waarderingsregels. Vooraleer het bod definitief wordt, moet tenslotte de bedrijfsleiding van de over te nemen vennootschap de kans krijgen zijn oordeel over het bod bekend te maken. Een tegenbod is aan de zelfde voorwaarden onderworpen, behalve dat de prijs minstens 5% hoger moet zijn.
- aankoop van een kontrollerend blok buiten beurs moet gevolgd worden door een publiek bod tegen gelijkwaardige kondities; indien een private transactie slaat op meer dan één derde der aandelen van een bedrijf met een boekwaarde eigen vermogen groter

dan 100 mln moet de Bankcommissie ingelicht worden, ook als het niet om een kontrolerend blok gaat.

- een bod op aandelen is tenslotte onderworpen aan het – voorlopig nog altijd eerder “morele” dan juridisch-bindende – oordeel van de Bankcommissie. De Bankcommissie baseert zich in haar oordeel op de principes van i) gelijke behandeling der aandeelhouders, ii) maximale informatie aan de betrokkenen, en iii) vermijden van marktverstoringen.

Wat het tegengaan van marktverstoringen betreft, is het duidelijk geworden dat een klassieke maatregel als het *opschorten der handel* tegenwoordig een slag in het water is. De enige getroffen en zijn de kleine beleggers voor wie de markt inderdaad afgesloten wordt, terwijl de groten buiten beurs of in Parijs of Londen verder handelen. Het opschorten der handel berooft verder de kleine belegger van vitale informatie over de consensus-evaluatie in de markt en maakt het beoordelen van een bod moeilijker. Ten laatste is het onderliggende postulaat van een dergelijke maatregel de overtuiging dat de markt niet verstandig genoeg is om de beschikbare informatie korrekt te verwerken, een overtuiging waar heel wat tegen-evidentie voor beschikbaar is.

Opmerkenswaardig is ook het de facto *verbod op een “twee-traps” (two-tiered) bod*. Bij zo’n bod wordt bij het eerste bod onmiddellijk aangekondigd dat een tweede bod op de resterende aandelen zal uitgebracht worden of een fusie doorgevoerd en dat tegen minder aantrekkelijke voorwaarden dan het oorspronkelijke bod. De Bankcommissie kant zich tegen een dergelijk twee-traps bod. Twee argumenten kunnen aangevoerd worden :

- een eerste argument is dat de gelijkheid der aandeelhouders dan niet gewaarborgd is. Dit argument lijkt echter voorbij te gaan aan het feit dat alle betrokkenen het recht hebben op het eerste bod in te gaan ; het is alleen overtuigend als er een belangrijke klasse aandeelhouders zou zijn die niet van het oorspronkelijke bod op de hoogte is. De publiciteitsvereisten bij een openbaar bod horen dit probleem te ondervangen.
- een ernstiger argument is het dwang-element dat van een twee-traps bod zou uitgaan : de aandeelhouders zouden daarom eventueel minder dan de normale waarde kunnen ontvangen. Dit tweede argument is in feite een variant van het “prisoners’ dilemma”: de aandeelhouders gaan noodgedwongen op het eerste bod in, zelfs als ze weten dat het niet aan normale voorwaarden gebeurt

en dat ze door kollektieve weigering betere kondities zouden kunnen krijgen.

Sommigen pleiten voor het twee-traps bod. De bedoeling van het tweede bod is immers “free-riding” tegen te gaan. “Free riders” gaan niet in op het (eerste) bod, met de bedoeling toch mee te profiteren van de vruchten der reorganisatie; en indien de aandelen wijd verspreid zijn, zou het free-riders-fenomeen elk bod moeten doen mislukken. Bovendien, wordt er geargumenteed, is het prisoners’ dilemma empirisch geen probleem. Zo blijkt in de US het gemiddelde tweede bod nog steeds 45% boven de vroegere aandelenprijs te liggen, zodat van “bestelen” geen sprake is. Bovendien is er altijd de mogelijkheid van een tegenbod of een wedijverend bod indien de voorwaarden abnormaal laag zouden liggen.

Bemerk dat het potentieel tot free-riding overigens zal bevorderd worden zodra er inderdaad een meldingsplicht komt; dit betekent op zichzelf dus een belangrijke hinderpaal tot overnames. Indien de bedoeling hiervan werkelijk het beschermen van de aandeelhouders is, eerder dan het beschermen van de bestaande bedrijfsleiding, moet een meldingsplicht vergezeld worden door maatregelen die het prisoners’ dilemma afzwakken:

- het opheffen van diskriminatie tegen buitenlandse (niet-EG) overnemers, die immers kunnen overgaan tot een tegenbod indien de voorwaarden abnormaal ongunstig zijn; empirisch blijkt overigens dat buitenlandse overnemers gemiddeld een hogere premie aanbieden dan binnenlandse overnemers.
- het opheffen van beperkingen op (en van fiskale ontmoediging van) een (tegen)bod door het bedrijf op zijn eigen aandelen.

Een opmerking i.v.m. de wederinkoop van aandelen is dat dit potentieel dan wel een greenmail-probleem kreëert; zoals bij een gewoon bod moet het bod op de eigen aandelen daarom gericht worden tot alle bestaande aandeelhouders, niet alleen tot de raider. Dit lijkt overigens perfect in de denktrant van de Bankkommissie te passen.

Op te merken is verder dat de maatregel, volgens dewelke het ingaan op een bod steeds kan ingetrokken worden indien er een tegenbod komt, het prisoners’ dilemma reduceert.

2. Afweringsmechanismen

Een laatste bron van controverse zijn de mogelijke *gifpillen* of afweringstechnieken die een bedrijf kan aanwenden ingeval van een vijandig bod. Het is niet duidelijk in hoeverre dergelijke maatregelen stro-

ken met het belang der aandeelhouders, een probleem dat vroeg of laat tot juridische betwisting en dus rechtsonzekerheid moet aanleiding geven. De afwezigheid van gifpillen is overigens niet alleen in het belang van die aandeelhouders, maar ook in het lange-termijn belang van werknemers en klanten.

De overname-dreiging heeft heel wat ondernemingen ertoe gebracht het *voorkeurrecht* voorwaardelijk of zelfs onvoorwaardelijk te laten schrappen. Dit leidt, zelfs los van een OB, tot potentiële problemen voor de bestaande aandeelhouders: het verwateringseffect van een inschrijving beneden beurskoers wordt dan niet meer via de script opgevangen en bestaande groepen kunnen plots met een gewijzigde aandeelhouders-struktuur gekonfronteerd worden. Omwille van de gelijkberechtiging der aandeelhouders heeft de Bankkommissie tot-nutoe steeds op het voorkeurrecht aangedrongen. Het nadeel is echter dat emissies trager verlopen en dat internationale plaatsing bijzonder moeilijk wordt.

Verder worden, om dezelfde defensieve reden, steeds meer *aandelen zonder stemrecht* uitgegeven (Zwitserland, V.K.; in Zweden hebben buitenlanders zelfs alleen tot dit segment toegang). Dit lijkt in ieder geval een minder onfaire afweertechneek dan het ontnemen van als verworven beschouwde rechten aan de reeds bestaande aandeelhouders. In België hebben sommige bedrijven het stemrecht ook statutair gebonden aan een meldingsplicht voor belangrijke participaties.

De *gouden parachute*-techniek daarentegen is, in tegenstelling tot de gifpil, een manier om de tegengestelde belangen van aandeelhouders en managers te verzoenen; indien de gouden handdruk redelijk blijft, is daartegen weinig bezwaar in te brengen.

F. De markt voor overheidspapier

Qua organisatorische aspecten zijn heel wat punten sub 1 t/m 3 ook voor de *sekundaire obligatiemarkt* van toepassing. Een geïnstitutionaliseerd en gereguleerd stelsel van één of meerdere markthouders (Rentenfonds en/of meerdere primary dealers en markthouders), met negocieerbare of althans meer degressieve commissies, kan de huidige halfslachtige situatie rechtekken. Verder zou dit ook tot een grotere omzet leiden en dus de transparantie en liquiditeit bevorderen.

Bijzondere problemen stellen zich bij de organisatie van de *primaire obligatiemarkt* markt. 1992 betekent duidelijk een einde van het bilateraal monopolie tussen Staat en het bestaande Consortium, hetgeen

zich vermoedelijk zal vertalen in lagere onderschrijvings- en plaatsingsvergoedingen, maar soms ook tot hogere druk op de staat.

Nieuwe syndikaten brengen ook de dreiging van nog meer innovatie in de leningsvormen zoals opties voor emittent en houder. Zoals al bleek worden opties sinds geruime tijd *als onderdeel van een pakket* verkocht. Dit leidt echter tot beperkter keuze-mogelijkheden voor de beleggers en op zijn minst ook tot problemen bij de waardebeoordeling. Wie weet tegenwoordig nog wat "de" rentevoet is op zeven jaar, nu alle recente staatsleningen ingewikkelde call-features hebben die niemand meer behoorlijk kan evalueren? Voor eenvoudige vastrentende waarden kan men tegenwoordig alleen op de laag-renderende en illiquide kasbonmarkt terecht.

De markt zou dus aan compleetheid en doorzichtigheid winnen indien de optie(s) *apart* verhandeld worden, of althans kunnen gescheiden worden van de zuivere obligatie zoals nu reeds het geval is met de warrant. Dit biedt enkele voordelen:

- *meer keuzemogelijkheden*: iemand die een straight belegging op acht jaar zoekt, zou die kunnen vinden. Wie opties zoekt, kan ze apart kopen.
- *eenvoud*. Een straight is eenvoudig te waarderen. En het prijzen van een optie wordt niet moeilijker door het feit dat ze nu apart i.p.v. als deel van een pakket verkocht wordt. Integendeel zelfs: apart verhandelde opties zullen eenvoudiger zijn dan de bestaande call-features. Zo bevat een driemaal callabele obligatie inderdaad: i) één simpele optie (de laatste) op de obligatie; ii) een optie op obligatie én op voornoemde optie; en iii) een optie op obligatie én op beide voornoemde opties.
- *liquiditeit in de optiemarkt*. Indien alle bestaande, in obligaties verpakte opties apart verhandeld zouden zijn, zou de markt voor interest-opties meteen al meer dan leefbare omvang bereiken.

Innovatie qua emissiemodaliteiten kan wél nuttiger zijn. Het stelsel van onregelmatige emissies met sterk schommelende omvang kan eventueel vervangen worden door een systeem van periodische tenders (bv. maandelijks in Frankrijk), of door een stelsel van doorlopende uitgaven die op regelmatige tijdstippen worden afgesloten (vermenging van primaire en sekundaire markt, zoals in Denemarken). Eventueel kan de Staat zelfs overgaan tot het periodisch of permanent emitteren van (een waaier van) zero-coupon obligaties met looptijden van 1 t/m bv. 120 maand. Het oppervlakkige bezwaar, dat de staat hier-

door zijn betalingslast alleen uitstelt, vervalt uiteraard als elke emissie een gespreide reeks vervaldagen zou hebben; en een onmiskenbaar voordeel is de maximale homogeniteit, liquiditeit, flexibiliteit en doorzichtigheid van een dergelijke markt. In dit verband moet dan wel enig denkwerk verricht worden over zowel de roerende voorheffing als van het stelsel van vrijgestelde lange-termijn meerwaarden voor banken. Een dergelijk zero-coupon-stelsel zou ook het onderscheid tussen geld- en kapitaalmarkt doen wegvallen.

Het verruimen van de *primaire markt voor schatkistcertifikaten* tot niet-ingezetenen is sowieso geïmpliceerd door de eenmaking. Verruiming tot de niet-financiële sektor kan voor de staat en de belegger uiteraard alleen voordelen inhouden (en voor de banken alleen nadelen). Afschaffen van de – op maat gesneden – “speciale certificaten” tenslotte, zou de financiële sektor ertoe brengen voor haar liquiditeitsbeheer meer op de sekundaire markt beroep te doen. Dit zal gekombineerd met het opengooien der primaire markt, de versmelting met wat traditioneel de kapitaalmarkt is en het herdenken van de marktorganisatie kunnen leiden tot een efficiënte en liquide sekundaire markt.

IV. BESLUIT

In deze bijdrage werd getracht een schets te maken van de Belgische financiële markten – meer bepaald de effectenmarkten – en dit zowel wat de instrumenten als wat marktorganisatorische aspecten betreft.

De instrumenten werden behandeld a.h.v. de drie traditionele kontrakten, m.n. contant- en termijnverrichtingen en de opties. Bij elk van de basiscontracten werd de effectieve taak behandeld die deze instrumenten vervullen binnen de bedrijven. De overnameproblematiek – die geacht wordt meer op de voorgrond te komen binnen de eenheidsmarkt – werd geplaatst binnen een globaal theoretisch kader waarbij duidelijk werd gemaakt dat zich belangenconflicten kunnen stellen.

Vervolgens werd aandacht besteed aan het meer fundamentele probleem van de organisatie van de Belgische financiële markten. Indien België zich na 1992 een specifiek profiel wil aanmeten tussen de andere Europese beurzen, dringen zich aanpassingen op. Op volgende gebieden dienden zich problemen aan: het gebrek aan een continue markt, het statuut van de wisselagent, het automatiseren van de notering, de afwikkeling van de transacties, de hoge transactiekosten en specifieke

tekortkomingen op de termijn- en optiemarkt en de markt van het overheidspapier. Tenslotte werden de diverse afweringsmechanismen t.a.v. vijandige overnamepogingen doorgelicht en werd hierbij tot voorzichtigheid aangemaand bij het opzetten van een juridisch kader hierrond.

REFERENTIES

Jensen, M.C., 1986, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review* 76, 323-329.